

4月（米利上げ後）の内外資産等の見通し

平素より、弊社および弊社ファンドへのご愛顧を賜り、誠にありがとうございます。

米国ではFRB（米連邦準備制度理事会）が3月15～16日のFOMC（米連邦公開市場委員会）において0.25%の政策金利利上げを実施し、コロナ禍対応のゼロ金利政策の解除に踏み切りました。また、FRBは現状の米国経済は力強く、労働環境も良好で物価上昇を考慮すると、今後のFOMCにおいても利上げを続けることが適切との見解も示しています。

当レポートでは、利上げ局面に入った米国において、ウクライナ情勢等も踏まえ、以下の点について弊社の見通しをお伝えさせていただきます。

①FRBの利上げペースと利上げ休止の可能性について ②それに伴う内外資産の見通しについて

FRBの利上げペースと利上げ休止の可能性について

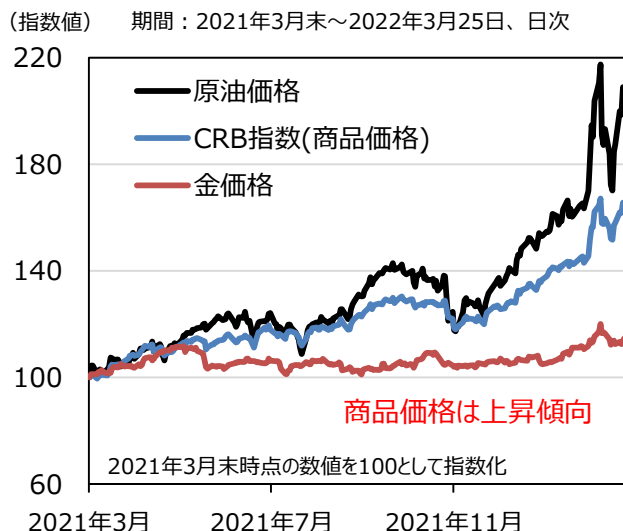
FRBは物価抑制のために予防的に利上げをペースアップする可能性あり

- ウクライナ情勢の影響で、経済制裁によりロシア産品の輸入を回避する傾向が強まり、サプライチェーン（供給網）からの部材供給制約が長期化し、原油、金、小麦などの商品価格が高騰しています。こうした状況を踏まえ、FRBは物価見通しを上方修正しました。パウエルFRB議長は、3月のFOMCの会合後に、この物価上昇を早期に抑制するため、状況に応じて利上げのペースアップを辞さないことも示唆しています。
- 昨年末のFRBの物価見通しでは、2022年1-3月期を過ぎる頃に物価は低下に転じる可能性があるとしていましたが、ウクライナ情勢などの影響もあり、物価上昇のピークは年後半にずれ込む見通しです。

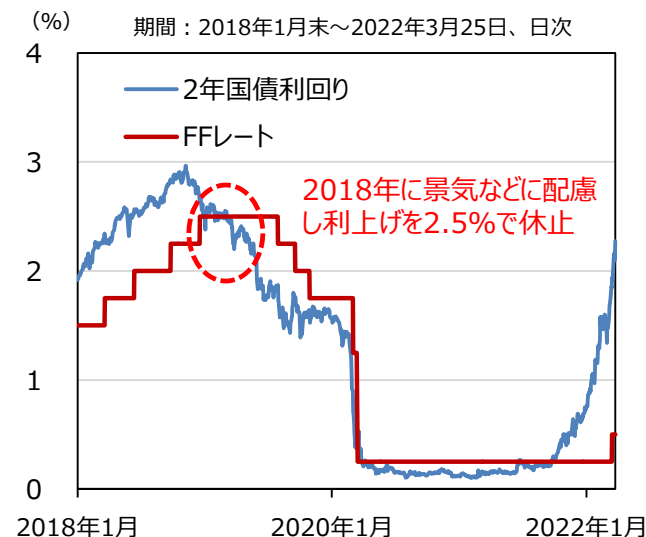
利上げ休止は想定より早い時期となる可能性あり

- 前述のように利上げペースは早まる可能性はあるものの、パウエル議長は景気に十分な配慮姿勢をみせています。3月のFOMC後、FRBが景気が冷却も過熱もしない中立と考える政策金利（中立金利）は2.5%を若干下回る水準と想定されています。しかし、パウエル議長の発言では、利上げペースを速め、物価抑制が確認されれば、利上げは早期に終了する可能性もあると推察されます。
- 実際に、2018年の利上げ局面において、FOMC委員の中で「中立金利3.0%」まで利上げを行うべきとの見方が大勢だったものの、パウエル議長は「中立金利は趨勢的に低下しており2.5%前後である」と主張し、タカ派的なスタンスはとらず、2.5%で利上げを休止した経緯があります。

主要商品市況の価格推移



米国FFレートと米国2年国債利回りの推移



出所：ブルームバーグのデータをもとに明治安田アセットマネジメント作成

※ 上記は過去の実績および弊社の見解であり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。最終ページのご留意事項を必ずお読みください。

4月（米利上げ後）の内外資産等の見通し

（ご参考）3月のFOMC会合について

FOMC後のパウエル議長発言のポイント

3月のFOMC会合でパウエル議長は金融政策正常化への道筋（利上げペースと中立金利の水準）について以下の点を示しており、前述した物価抑制のために利上げペースを早める可能性と景気に配慮し必要以上の利上げを行わないようにする姿勢が示唆されています。

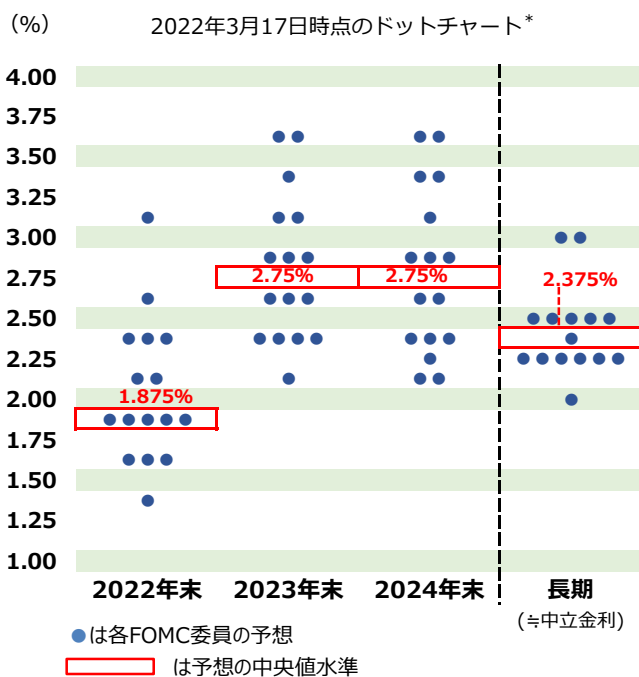
- ① 景気が冷却も過熱もしない中立な政策金利（以下、中立金利）に可能な限り速やかに到達すべきこと
- ② 中立金利に到達したら利上げを休止すべきこと

FOMC委員の予想する金利水準について（ドットチャート*より）

3月のFOMC後のFOMC委員が予想するFFレートの水準をみると、2022年末の中央値が1.875%、2023年末と2024年末の中央値が2.75%、それ以降の長期の中央値（＝中立金利）が2.375%となりました。2021年12月と比較すると、2022年末、2023年末、2024年末の中央値の水準は上昇したものの、それ以降の長期の中央値の水準は若干低下しました。

- 2022年末の政策金利は、ドット・チャート*では1.875%（中央値）となっています。単純に、年内に予定されている6回のFOMCにおいて0.25%の利上げが行われるとその水準に達する状況です。しかし、パウエル議長は、FOMC後の会合において、個人的見解は控えると前置きしつつも、「2022年末時点の1.875%はあくまでFOMC委員の中央値であり、1.875%より高い政策金利が適切とみる委員も多い」と述べ、今後の景気や物価の動向次第では、利上げペースを早める可能性があることを示唆しました。
- 2023年末、2024年末の政策金利は、ドット・チャートでは2.75%（中央値）ですが、パウエル議長は「来年のことは誰にも分からない」「ドット・チャートは各委員の意見を集計したに過ぎずFRBの機関決定ではない」とも述べました。
- 中立金利は、公表されたドット・チャートをみると、3カ月前は2.5%でしたが3月のFOMC後に2.375%へ下方修正されました（いずれも中央値）。利上げペースは早まる可能性はあるものの、中立金利の水準は上昇しておらず、市場では利上げ幅をほぼ織り込んだ可能性もあるとみています。

FOMC委員が予想するFF金利の水準



* ドットチャートとは、各FOMC委員それぞれが適切と考える政策金利の水準を一つの点で描いた分布図

4月（米利上げ後）の内外資産等の見通し

4月の内外資産等の見通し

【国内債券】

レンジ推移を想定

- 将来的な日銀の政策変更への思惑などから、10年超の債券ではボラティリティが高まる局面があるものの、当面日銀によるイールドカーブ・コントロールを含む金融緩和策に変化はないと想定されます。国内の物価上昇は海外と比較すると落ち着いた動きとなっていることもあり、10年国債利回りは、日銀が定めた許容幅の上限+0.25%を意識したレンジ内の動きとなるとみています。言い換えると、現状の10年国債利回りは+0.25%が現時点の上限と考えています。

【米国債券】

米国の長期金利はおおむね横ばいの展開を想定

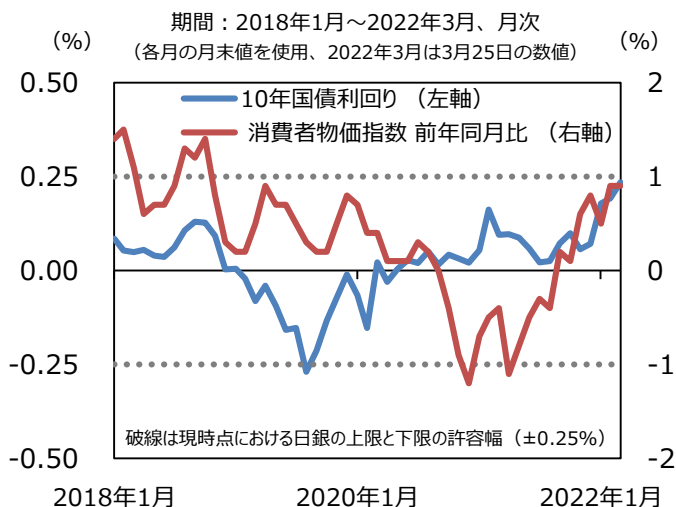
- 米国債券市場はウクライナ情勢の影響もあり、高インフレ環境が継続することなどにより、FRBの利上げペースが加速することへの思惑と、早急な利上げにより米景気が腰折れすることへの警戒感が交錯するとみています。
- 米国の短期金利は、利上げペースが加速する市場見通しが強まった際には、一段の金利上昇が否定できないと考えます。一方、一定の金利上昇リスクを先行して織り込んでいる米国の長期金利は、4月はおおむね横ばいの展開を想定しています。

【為替】

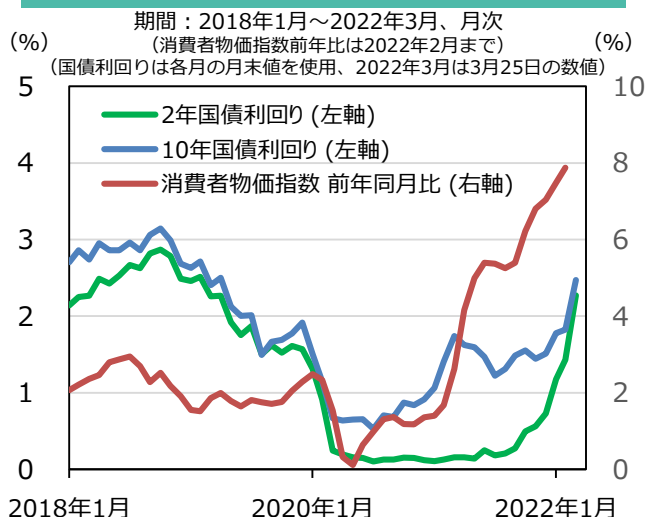
米ドル円の方角感に乏しいが、ボラティリティが高い展開を想定

- 米ドル円は内外金利差拡大などにより急速な円安が進み、米ドル円は125円を何う展開となっています。このことは、日米の金融政策スタンスに温度差があることを示しており、投機筋の円ショートポジションも相応に積み上がっている状況です。しかし、日銀が介入姿勢をみせたため、ボラティリティは高い状況は続くものの、方向感には乏しく、おおむね横ばいの展開を想定しています。

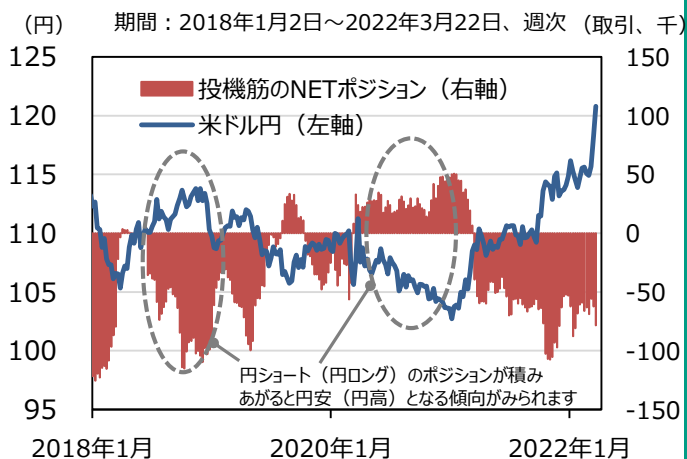
国内債券利回りと消費者物価動向



米国国債の利回りと消費者物価動向



米ドル円の推移



※投機筋のNETポジションはシカゴ通貨先物 (円) の円ショートと円ロングのポジションをNETしたもの

出所：ブルームバーグのデータをもとに明治安田アセットマネジメント作成

※ 上記は過去の実績および弊社の見解であり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。最終ページのご留意事項を必ずお読みください。

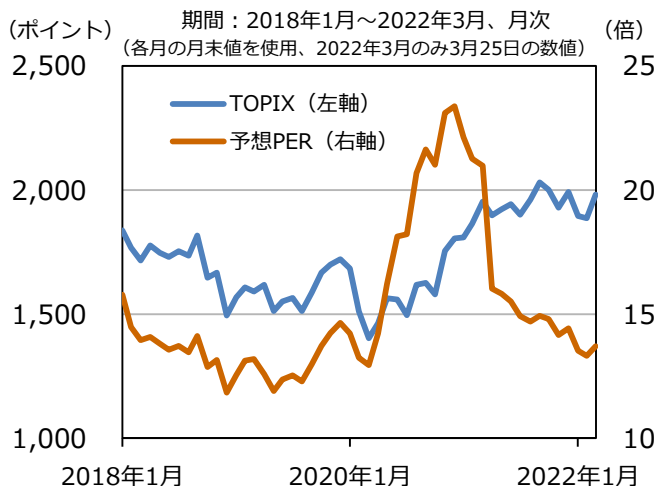
4月（米利上げ後）の内外資産等の見通し

【国内株式】

相応の変動幅をもちつつレンジ推移を想定

■企業業績については、資源高などによる利益率悪化が懸念される一方、まん延防止等の解除に伴う内需の改善や、為替の円安効果などから、全体としては緩やかな景気拡大基調を維持すると想定しています。弊社は現時点でTOPIXのフェアバリューを1,920～2,020ポイントと想定しています。ウクライナ情勢や欧米の物価動向および企業の決算発表次第では、相場は上下に振れやすい展開と考えます。

国内株式の推移

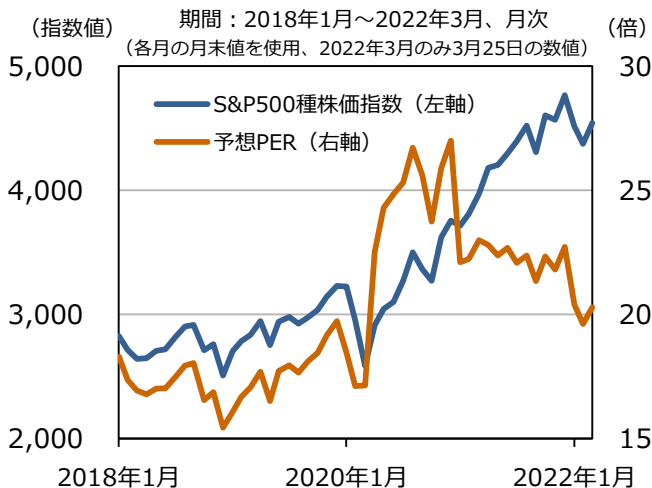


【米国株式】

ボックス圏での推移を想定

■米国株式については、地政学リスクを睨みながら、人件費や原材料費の上昇など利益率の悪化が懸念される一方、価格転嫁等の動きも相応にみられていることから、企業業績は全体として拡大基調を維持すると予測しています。弊社はS&P種株価指数のフェアバリューを4,300～4,600ポイントと想定しています。FRBによる利上げおよびバランスシート縮小への警戒感やウクライナ情勢への不透明感がある状況下では上値を追う動きも限定されると考えます。

米国株式の推移



出所：ブルームバーグのデータをもとに明治安田アセットマネジメント作成

※ 上記は過去の実績および弊社の見解であり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。最終ページのご留意事項を必ずお読みください。

<ご留意事項>

- 当資料は、明治安田アセットマネジメント株式会社がお客さまの投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。また、法令にもとづく開示書類（目論見書等）ではありません。当資料は当社の個々のファンドの運用に影響を与えるものではありません。
- 当資料は、信頼できると判断した情報等にもとづき作成していますが、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。
- 当資料の内容は作成日における当社の見解に基づいており、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また予告なしに変更することもあります。
- 投資に関する最終的な決定は、お客さま自身の判断でなさるようお願いいたします。
- 当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらに関する著作権等の知的財産権・その他一切の権利は、それらを作成・公表している各主体に帰属します。